



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(5/25): 276,500원

시가총액: 17,973억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

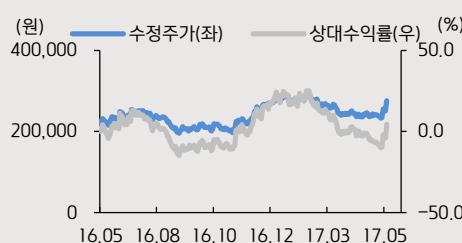
KOSPI (5/25)	2,342.93pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	293,500원
등락률	-5.79%
수익률	절대
1W	12.9%
6M	26.0%
1Y	24.8%
	상대
	5.8%
	6.2%
	4.5%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	19.77%
배당수익률(17E)	1.45%
BPS(17E)	234,156원
주요 주주	이순규 외 13인 국민연금공단
	41.42% 9.98%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	20,369	26,030	25,941
보고영업이익	3,430	3,448	4,000	4,022
핵심영업이익	3,430	3,448	4,000	4,022
EBITDA	4,074	4,057	4,691	4,746
세전이익	3,602	3,423	4,097	4,155
순이익	2,729	2,611	3,124	3,169
자체주주지분순이익	2,721	2,605	3,118	3,162
EPS(원)	41,867	40,081	47,962	48,652
증감률(%YoY)	35.7	-4.3	19.7	1.4
PER(배)	6.6	6.9	5.7	5.7
PBR(배)	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.6	4.5	3.5	3.0
보고영업이익률(%)	21.5	16.9	15.4	15.5
핵심영업이익률(%)	21.5	16.9	15.4	15.5
ROE(%)	23.4	18.5	18.7	16.1
순부채비율(%)	6.9	2.1	-9.0	-18.2

## Price Trend



## 기업브리프

## 대한유화 (006650)

## 시가총액 1.8조원, 합리적인가?



대한유화의 크래커 확장이 곧 마무리될 것으로 보입니다. 이에 올해 5월 말부터 동사의 에틸렌 생산능력은 80만톤으로 증가하며 기존 대비 70% 이상 증가합니다. 증설 완료 후 창출할 수 있는 연간 영업이익은 비슷한 규모의 생산능력을 보유한 롯데케미칼 타이탄을 비교하면 어느 정도 감이 잡힐 것을 예상됩니다. 한편 롯데케미칼 타이탄의 시총이 5.5조원으로 전망되는 가운데, 현재 동사의 시총은 1.8조원으로 여전히 낮습니다. 최근 주가가 소폭 반등했지만, 아직도 현저하게 싸 보입니다.

## &gt;&gt; 롯데케미칼 타이탄과 비교해 보자

대한유화의 크래커 확장 프로젝트가 이번 달 말에는 기계적 완공이 완료될 전망이다. 이에 올해 상반기 동사의 에틸렌 생산능력은 80만톤으로 확대되며 기존 대비 70% 이상 증가한다. 그리고 에틸렌 생산 시 부산되는 프로필렌/C4/BTX 등 모노머의 생산능력도 비슷한 비율로 증가하게 된다. 또한 1) 원료 통합에 따른 기존 폴리머의 원가 개선, 2) 미진하였던 폴리머 가동률의 상승, 3) 추가적인 유도체 생산능력 증가가 없다면, 높은 마진율을 기록하고 있는 에틸렌/C4/벤젠 등의 외부 판매 증가 등 실적에 긍정적인 효과도 추가될 전망이다.

한편 리밸핑 완료 후 물량 증가 효과를 충분히 고려할 필요가 있어 보인다. 이는 증설 이후 비슷한 크래커 규모로 예상되는 롯데케미칼 타이탄과 비교하면 어느 정도 감이 잡힌다. 롯데케미칼 타이탄의 에틸렌 생산능력은 72만톤이다. 롯데케미칼 타이탄은 에틸렌을 통합하지 못한 인도네시아 PE 설비가 연결 실적에 크게 기여가 없을 것으로 판단되는 가운데, PE/PP/BD 스프레드 개선으로 작년 영업이익 5,126억원을 기록하였다. 동사가 크래커 리밸핑을 완료 후 에틸렌 생산능력이 80만톤으로 확대된다는 점을 고려하면, 현재의 스프레드가 유지된다고 가정 시 동사가 최대 창출할 수 있는 연간 영업이익은 3,000억원대 수준은 아닐 것으로 보인다. 여전히 화학주 중 동사와 롯데케미칼을 선호한다.

## &gt;&gt; 선행성을 보이는 MEG 가격, 반등세

화학제품 가격에 선행성을 보이는 MEG 가격이 4월 말부터 보합세를 유지하다가 지난 주부터 회복 속도가 빨라지고 있다. 유가 반등, 재고조정 마무리에 따른 일부 리스탁 수요 증가, 중국 등 역내 정기보수 확대 및 석탄 가격 상승에 따른 Sanjiang Chemical 등 CTMEG의 가동률 축소 등 공급 감소에 기인한다.

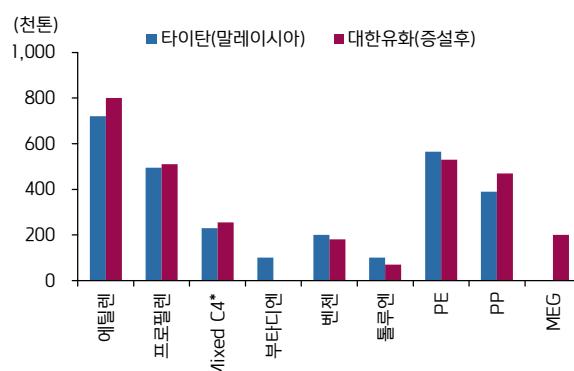
한편 동사는 MEG 업황이 악화되는 시기에 크래커 및 관련 유도체 플랜트를 정기보수하여, 시황 악화에 따른 피해를 상당 부분 제거하였다.

대한유화 신규 NCC 설비 관련 Tank 사진(공정률: 97.1%)



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화/롯데케미칼 타이탄의 주요 제품 생산능력 비교



자료: 각사, 키움증권 리서치

중국 MEG 업체 정기보수 일정

플랜트	위치	생산능력(천톤)	시작일	재가동일	비고
Sinopec Yangzi	Nanjing	300	mid-May		50 일
Sinopec Shanghai	Shanghai	380	10-May		30 일
North Chemical	Liaoning	200	late Apr	08-May	
CNPC Sichuan	Sichuan	360	02-May	09-May	
Yangmei Shouyang	Shanxi	200	10-May		30 일
Yangmei Shenzhou	Hebei	220	10-May		10 일
Tongliao GEM Chemical	Inner Mongolia	100	05-Mar		아직 재가동 전
Xinhang Energy	Inner Mongolia	300	10-May		20~25 일
Henan Energy	Yongcheng	200	16-Apr	07-May	?
Henan Energy	Yongcheng	200	12-Apr		곧 재가동
Henan Energy	Puyang	200	11-May		곧 재가동
Huaihua Group	Anhui	100	05-Mar		아직 재가동 전
Xinjiang Tianye I	Xinjiang	50	H2 May		25~30 일
Xinjiang Tianye II	Xinjiang	200	H2 May		25~30 일

자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	394	405	361	437	435	368	672	563	2,053	1,727	1,596	2,037
합성수지	262	270	222	267	225	192	352	315	1,231	1,089	1,022	1,084
기초유분/합성원료	128	131	135	166	205	171	316	243	800	624	560	935
기타	5	3	3	4	4	5	4	5	23	14	15	18
영업이익	78	98	69	98	108	56	105	76	70	271	343	345
%	19.7%	24.3%	19.1%	22.4%	24.8%	15.3%	15.6%	13.5%	3.4%	15.7%	21.5%	16.9%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	20,369	26,030	25,941
매출원가	14,007	12,006	16,285	21,220	21,111
매출총이익	3,263	3,958	4,084	4,810	4,830
판매비및일반관리비	551	528	637	810	808
영업이익(보고)	2,712	3,430	3,448	4,000	4,022
영업이익(핵심)	2,712	3,430	3,448	4,000	4,022
영업외손익	-25	172	-24	97	133
이자수익	26	27	17	30	32
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	74	96	99	107	109
이자비용	110	39	22	38	46
외환손실	80	77	104	105	105
관계기업지분법손익	70	75	63	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	2	3	3
기타	-12	89	-81	0	0
법인세차감전이익	2,687	3,602	3,423	4,097	4,155
법인세비용	679	873	813	973	987
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.7%	23.7%	23.7%
당기순이익	2,008	2,729	2,611	3,124	3,169
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,605	3,118	3,162
EBITDA	3,352	4,074	4,057	4,691	4,746
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,220	3,816	3,893
수정당기순이익	2,002	2,729	2,608	3,121	3,167
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	27.6	27.8	-0.3
영업이익(보고)	287.9	26.5	0.5	16.0	0.6
영업이익(핵심)	287.9	26.5	0.5	16.0	0.6
EBITDA	220.6	21.5	-0.4	15.6	1.2
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-4.3	19.7	1.4
EPS	212.7	35.7	-4.3	19.7	1.4
수정순이익	210.7	36.3	-4.4	19.7	1.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,770	3,218	3,761
당기순이익	2,687	3,602	2,611	3,124	3,169
감가상각비	640	644	610	692	724
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	4	-3	-4
자산처분손익	5	1	0	0	0
지분법손익	-70	-75	-63	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-388	-498	8
기타	-65	-790	-4	3	4
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,228	-1,386	-1,309
투자자산의 처분	-311	-128	-59	-75	1
유형자산의 처분	8	1	0	0	0
유형자산의 취득	-844	-2,627	-2,170	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	0	0	0
기타	8	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	1,093	736	403
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	1,085	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	255	328	-5
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,634	2,567	2,855
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,505	5,072
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,505	5,072	7,927
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,157	3,716	3,753
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,500	2,883	2,470

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,858	10,636	13,472
현금및현금성자산	1,344	870	2,505	5,072	7,927
유동금융자산	0	100	128	163	163
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,456	3,139	3,128
재고자산	1,287	1,387	1,770	2,262	2,254
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	15,010	15,773	16,498
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	12	16	16
투자자산	1,525	1,679	1,773	1,913	2,052
유형자산	9,600	11,612	13,172	13,791	14,377
무형자산	50	53	53	53	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	21,869	26,409	29,970
유동부채	2,688	3,189	3,715	4,390	4,380
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,679	2,145	2,138
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	752	960	957
비유동부채	2,247	1,517	2,860	3,847	4,497
장기매입채무및비유동채무	73	13	17	21	21
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,179	1,506	1,501
부채총계	4,935	4,706	6,575	8,238	8,877
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	12,204	15,076	17,992
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	15,220	18,092	21,008
비자매주주지분자본총계	62	70	74	79	85
자본총계	10,356	12,931	15,294	18,171	21,093
순차입금	1,260	894	317	-1,631	-3,829
총차입금	2,603	1,865	2,949	3,605	4,260

- 당사는 5월 25일 현재 '대한유화 (006650)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
대한유화 (006650)	2015/04/14	Buy(Maintain)	175,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/08/09	Buy(Maintain)	340,000원
담당자 변경	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/08	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/27	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/10/31	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/11/02	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/11/15	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/12/12	Buy(Maintain)	340,000원
	2017/01/09	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/02/03	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/02/10	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/13	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/22	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/05/26	Buy(Maintain)	360,000원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%